

EU Trends

BOEの苦悩は続く

発表日：2014年2月13日(木)

～ガイダンス見直しも早期利上げ観測の封じ込めに苦慮～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ BOEは昨年8月に開始したフォワード・ガイダンスを見直した。失業率は近く7%の閾値に到達すると見られるが、経済には相当な需給ギャップが残っており、需給ギャップが完全になくなるまでは、利上げをしない方針を明らかにした。需給ギャップの大きさを測る指標としては、従来の失業率という単一の尺度に頼らずに、幅広い経済指標を通じて判断する。利上げ開始後も、利上げペースは緩やかで小幅なものにとどまることを約束。利上げ開始以前に量的緩和の減額を開始することはない。
- ◇ 市場参加者の多くは、同時に発表された景気見通しの大幅な上方修正に着目。カーニー総裁は今後も相当期間は金融緩和を継続する方針を強調したが、早期利上げ観測の封じ込めに苦慮している。BOEは少なくとも失業率が6%台前半に低下するまでは利上げをしない意向と見られる。今後も市場の早期利上げ観測の封じ込めに動いてくるだろう。
- ◇ 幅広い経済データを通じて需給ギャップの大きさを把握しようとする新たなスタイルは、ガイダンスとしての分かりやすさに欠ける感否めない。ただ、利上げ開始に至る判断、利上げ後の政策経路、利上げが先か量的緩和の縮小が先かなど、出口戦略の在り方を交通整理した点は評価できる。

■ シンプルな機能美を失ったガイダンス

失業率が金融緩和継続の閾値に設定した7%に急接近するなか、BOEは12日の物価レポート発表に合わせて昨年8月に開始したフォワード・ガイダンスの枠組みを以下の通りに見直した。

- ① 今後2～3年間で経済の未利用資源を完全に吸収する（需給ギャップをなくす）ことを目指す。

中期的に2%の物価目標を達成するためには経済が供給能力に近い水準で稼動する必要がある。失業率が急速に低下したが、需給ギャップはまだGDP比で1～1.5%程度残っている。設備稼働率は通常に近い水準にあり、需給ギャップの大半は労働需給によるものと考えられる。その約半分が現在7.1%にある失業率と中期的な均衡失業率である6～6.5%との開きで、残りの半分が通常よりも低い労働時間で説明可能。

- ② 利上げをするまでには未利用資源をさらに吸収することが可能と判断している。

インフレ率は想定よりも早く2%の物価目標に到達した。国内の物価上昇圧力は抑制されており、今後数年間は物価目標に近い水準で推移することが予想される。したがって、経済の未利用資源をさらに吸収する余地が存在する。つまり、失業率が7%の閾値に到達しても、当面は利上げをしないことを改めて約束。①の需給ギャップに関する考えからは、失業率が均衡水準である6~6.5%に低下し、労働時間が今よりも増加するまでは利上げしないことを示唆している。

- ③ より高い金利水準を経済が許容可能な時が来た場合も、利上げは極めて緩やかなペースで行われる。

利上げのタイミングとペースは、未利用資源の大きさとそれらがどの位のペースで吸収されているかに依存する。MPCとしては、これらを把握するために、失業率、労働参加率、平均労働時間、非自発的なパート労働の割合、企業の余剰資源に関する聞き取り調査、労働生産性、賃金など幅広い経済指標を観察する。

MPCは今後物価レポートの発表時に、より広範な（従来よりも18個多い）経済指標の予測値を公表する。市場参加者や各経済主体は、実際の景気動向とMPCの予測値との差を観察することが出来る。それにより、MPCの判断の拠り所を理解し、金融政策が経済状況にどのように反応するかを予見することが可能になる。

つまり、失業率を単独の閾値に設定する従来のガイダンスを事実上放棄し、労働関連を中心としたより広範な経済データを通じて未利用資源の大きさと吸収の程度を把握する方針に変更する。

- ④ 利上げの程度は限定的となる。

金融危機の負の遺産と経済の逆風が続くことから、経済の持続的かつ均衡の取れた回復のためには、金利が通常よりも低い水準にとどまる必要がある。経済が通常の供給能力水準に戻り、インフレ率が物価目標に近い水準に到達しても、望ましい政策金利の水準は危機以前の平均（5%）を下回ると判断。超低金利が長期化した後の利上げの効果は通常時よりも大きくなる恐れがあり、そうしたリスクを防ぐためにも利上げは緩やかで限定的であることが望ましいとしている。

従来のガイダンスが当面は利上げしないことを市場参加者や経済主体に伝えるものだったのに対し、新たな枠組みでは利上げ開始後も緩やかなペースで小幅の利上げしかしないことを約束している。

- ⑤ 利上げを開始するまでは資産買入策の残高を維持する。

米FRBが利上げに先駆けて量的緩和策の減額（テーパリング）を開始したが、BOEは利上げを開始するまでは資産買入プログラムの残高（3,750億ポンド）を維持することを約束。つまり、利上げを開始するまでの間に償還を迎えた国債については再投資する。

■ 早期利上げ観測の封じ込めに引き続き苦慮

新たな見通しでは、成長率が上方修正され、インフレ率と失業率が下方修正された。市場の利上げ観測を前提とした実質GDP成長率の見通しは、2014年が昨年11月：+2.9%→今回：+3.4%に、2015年が+2.5%→+2.7%、2016年が+2.7%→+2.9%に上方修正された（図表1）。回復の裾野が広がると予想。賃金が徐々に上向くこととインフレ抑制により家計の実質購買力が回復し、消費の一段の拡大を支える。内外需要の回復と金融環境の改善を受け、設備投資が拡大する。新たな見通しはコンセンサス予想（今年1月集計では、2014年が+2.6%、2015年が+2.4%）を大きく上回る。

（図表1）BOE物価レポートの実質GDP成長率見通し（最頻値、前年同期比、%）

| | 2014年 | | | | 2015年 | | | | 2016年 | | | | 2017年 |
|----------------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q |
| 2014年2月 市場見通し | 3.54 | 3.59 | 3.33 | 3.07 | 2.78 | 2.65 | 2.68 | 2.73 | 2.78 | 2.85 | 2.93 | 3.05 | 3.14 |
| 政策変更なし | 3.59 | 3.92 | 3.83 | 3.68 | 3.45 | 3.18 | 3.17 | 3.21 | 3.24 | 3.26 | 3.28 | 3.34 | 3.38 |
| 2013年11月 市場見通し | 3.09 | 3.07 | 2.85 | 2.57 | 2.48 | 2.48 | 2.52 | 2.56 | 2.58 | 2.65 | 2.75 | 2.91 | — |
| 政策変更なし | 3.33 | 3.49 | 3.42 | 3.21 | 2.96 | 2.84 | 2.78 | 2.76 | 2.72 | 2.72 | 2.79 | 2.91 | — |

出所：BOE資料より第一生命経済研究所が作成

利上げ観測を前提とした消費者物価の見通しは、2014年：+2.16%→+1.96%、2015年：+1.95%→+1.77%、2016年：+1.95%→+1.89%に下方修正された（図表2）。賃金は徐々に上昇するとみられるが、過去の景気回復局面と比べて緩やかな伸びにとどまると予想。ポンド高進行もあり、輸入面からの物価上昇圧力も軽微。需要の増加ペースは限定的で、企業の価格転嫁は引き続き難航。予測期間を通じて、物価目標の2%を下回るか、僅かに上回るにとどまる。

（図表2）BOE物価レポートの消費者物価見通し（最頻値、前年同期比、%）

| | 2014年 | | | | 2015年 | | | | 2016年 | | | | 2017年 |
|----------------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q |
| 2014年2月 市場見通し | 1.83 | 2.08 | 2.05 | 1.86 | 1.80 | 1.72 | 1.73 | 1.82 | 1.87 | 1.89 | 1.89 | 1.90 | 1.91 |
| 政策変更なし | 1.87 | 2.18 | 2.27 | 2.18 | 2.18 | 2.14 | 2.14 | 2.23 | 2.27 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.30 |
| 2013年11月 市場見通し | 2.23 | 2.19 | 2.08 | 2.12 | 1.98 | 1.94 | 1.93 | 1.93 | 1.94 | 1.94 | 1.95 | 1.95 | — |
| 政策変更なし | 2.28 | 2.34 | 2.36 | 2.49 | 2.38 | 2.32 | 2.24 | 2.22 | 2.2 | 2.18 | 2.16 | 2.14 | — |

出所：BOE資料より第一生命経済研究所が作成

利上げ観測を前提にした失業率の見通しは、昨年11月の物価レポート時は2015年7-9月期に閾値の7.0%に低下するとみられていたが、今回は今年の1-3月期中には7.0%の閾値を下回り、2015年1-3月期には均衡失業率の上限である6.5%に到達、2017年1-3月期に6.3%にさらに低下する見通しとなった（図表3）。

（図表3）BOE物価レポートの失業率見通し（最頻値、%）

| | 2014年 | | | | 2015年 | | | | 2016年 | | | | 2017年 |
|----------------|-------|-----|-----|-----|-------|-----|-----|-----|-------|-----|-----|-----|-------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q |
| 2014年2月 市場見通し | 6.9 | 6.7 | 6.6 | 6.6 | 6.5 | 6.5 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.3 | 6.3 | 6.3 |
| 政策変更なし | 6.9 | 6.6 | 6.5 | 6.3 | 6.2 | 6.1 | 6.0 | 5.9 | 5.9 | 5.8 | 5.7 | 5.7 | 5.6 |
| 2013年11月 市場見通し | 7.5 | 7.3 | 7.2 | 7.1 | 7.1 | 7.1 | 7.0 | 7.0 | 7.0 | 6.9 | 6.9 | 6.9 | — |
| 政策変更なし | 7.4 | 7.3 | 7.1 | 7.0 | 6.9 | 6.8 | 6.8 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.6 | 6.6 | — |

出所：BOE資料より第一生命経済研究所が作成

■ ガイダンス導入以前の世界に逆戻りした感も

市場参加者の間には、失業率の閾値を従来の7%から引き下げるなど、より分かりやすい形のガイダンス変更を期待していた向きも多かった。カーニー総裁は失業率が7%の閾値達成後も経済には未利用資源（需給ギャップ）が相当残っており、当面は金融緩和を継続する方針であることを約束。利上げ開始後も利上げペースは緩やかで小幅なものにとどまることを強調したが、市場参加者の多くは同時に発表されたMPCの景気見通しが大きく上方修正されたことに着目。新たなガイダンスの発表も、早期利上げ観測の封じ込めに苦慮している。市場の受け止め方とは裏腹に、BOEは少なくとも失業率が6%台前半に低下するまでは利上げをしない意向と見られる。今後も市場の早期利上げ観測の封じ込めに動いてくるだろう。

幅広い経済データを通じて需給ギャップの大きさを把握しようとする新たなスタイルは、ガイダンスとしての分かりやすさに欠ける感は否めない。ガイダンスの目的は、当面は金融緩和を継続することを強くコミットし、各経済主体への緩和効果の浸透力を高めることにある。今後は従来よりも多数の経済変数の予測値を発表し、金融政策の反応関数をより明らかにする方針だが、ガイダンスの肝であった分かりやすさは犠牲とならざるを得ない。ガイダンス導入以前の伝統的な金融政策に回帰したと言ってもいい。ただ、利上げ開始に至る判断、利上げ後の政策経路、利上げが先か量的緩和の縮小が先かなどの方針は、今回のガイダンス見直しにより、ある程度明らかになった。従来はMPCメンバーの発言などに依存していた出口戦略の在り方を、公式見解として交通整理した点は評価できる。

以上